

流动性外紧内松，关注经济基本面变化

一、重要信息点评

1. 2022 年 1-2 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 1.16 万亿元，同比增长 5%，较前值小幅提升 0.8 个百分点，但比 2021Q4 平均同比增速低 7.6 个百分点。受国内保供稳价和稳增长政策发力显效影响，工业生产有所回暖，对工业利润形成一定支撑。但同时，地缘政治冲突影响下国际大宗商品价格环比波动继续上涨，对工业利润增速形成拖累。从结构看，利润结构未见明显好转，上游行业仍是利润提升的重点领域，中下游行业企业利润增长缓慢。1-2 月上游采矿业和原材料制造业利润占全部工业的比重为 45.4%，较 2021 年末大幅提高 4.4 个百分点，同期下游消费品制造业利润占比也有所提升，但中游装备制造业利润占比大幅回落，表明中游装备制造业利润受到的挤占明显，放缓压力加大。
2. 3 月 21 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布 1 年期 LPR 为 3.70%，5 年期以上 LPR 为 4.60%，均与上期持平，市场降息预期落空。虽代表房贷利率的 5 年期 LPR 并未下调，但不同城市“因城施策”下房贷市场政策释放诸多积极信号，近日已有多个城市相继下调了个人住房贷款利率以及房贷首付比例。
3. 3 月 25 日，国务院要求 9 月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作。此前两会首提金融稳定保障基金，旨在守住不发生系统性风险的底线，也进一步凸显今年政策主基调是稳字当头。预计该基金主要针对系统性风险使用，发挥救助托底作用，避免风险传染扩散，确保金融系统平稳运行。
4. 3 月 18 日，中美两国元首举行视频通话，就中美关系和乌克兰局势等共同关心的问题坦诚深入交换了意见。两国元首认为，此次视频通话是建设性的，释放出中美关系边际向好的积极信号，中概股强劲反弹后回落，反映出市场对中美关系的担忧有所缓解但仍存疑虑。
5. 3 月 21 日，美联储主席鲍威尔在全美商业经济学家协会举办的会议上发表鹰派讲话，指出美联储将采取必要措施，确保价格恢复稳定。如有需要，美联储将在一次或多次会议上通过将联邦基金利率提高 25 个基点以上来更积极行动。随后，市场对 5 月加息 50bp 的可能性提升至 70%左右。在目前美国就业恢复相对强劲，而通胀受俄乌冲突、供应链问题影响高居不下的情况下，美联储或会间歇性释放更强烈的紧缩信号。

6. 3月23日,美国贸易代表办公室表示,将恢复部分中国进口商品的关税豁免。此次关税豁免涉及此前549项待选产品中的352项,该规定将适用于2021年10月12日至2022年12月31日之间进口自中国的商品。本次关税豁免是美国政府为缓解国内通胀压力和稳定国际贸易格局的举措。自2021年二季度起,中美经贸关系持续释放缓和信号。2021年10月,美国贸易代表办公室重启关税排除清单出台程序,拟定了包含549项产品的关税排除清单草案,此次352项商品关税豁免清单为最终结果。实际豁免清单与此前征求意见清单存在差距,实际豁免金额约占预期豁免金额的80%。分行业看,机械、电子、汽车、电力设备以及家电较为受益。

7. 3月25日,欧盟委员会和美国在布鲁塞尔发表联合声明,宣布成立由美国总统和欧盟委员会主席的代表组成的联合能源安全工作组。这个工作组的职能包括:拓展欧洲天然气供应来源和扩大储存设施,今年内美国向欧洲追加供应150亿立方米天然气,在2027年前帮助欧洲摆脱对俄罗斯的能源依赖,到2030年前保证欧洲每年可以得到500亿立方米的液化天然气。同时美国和欧盟还将联手推动可再生能源技术和产业的发展,减少欧洲对化石能源的需求,确保欧盟在2050年前实现碳中和的目标。此次协议意在帮助欧盟摆脱对俄罗斯油气的长期依赖,但短期来看,欧盟40%的天然气需求仍将由俄罗斯提供。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/3/25	2022/3/24	2022/3/23	2022/3/22	2022/3/21	
7天逆回购	1000	200	200	200	300	1900
	上周到期	1400	上周投放	1900	上周净投放	500

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年3月25日.

本周央行OMO投放1900亿,同时到期1400亿,共计净投放500亿。央行近期持续净投放,背后的原因可能是防止海外加息周期开启叠加LPR降息预期落空背景下市场产生过度恐慌的情绪。

生产	2022/2/10	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/10	2022/3/20	
日均产量粗钢:重点企业(旬)	192.35	189.89	207.78	195.90	204.93	震荡
	2022/2/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	2022/3/25	
主要钢厂产量:螺纹钢全国当周值	273.55	290.28	296.69	301.00	311.15	↗
库存:主要钢材品种:合计	1,756.86	1,786.25	1,759.21	1,723.24	---	拐头向下
	2022/2/24	2022/3/3	2022/3/10	2022/3/17	2022/3/24	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	52.78	57.48	61.94	52.04	56.55	---
开工率:汽车轮胎:半钢胎	55.29	60.39	72.00	69.20	72.15	---

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

生产数据方面, 本周粗钢产量数据维持震荡, 同时螺纹钢产量持续回升。钢材库存本周未更新, 但该数据此前在增长较长时间后开始下行, 或反映了需求上行背景下的被动去库存。汽车轮胎开工率也在恢复期后开始震荡, 显示已经步入正常开工区间。从生产数据来看, 稳增长政策可能已经有所见效。

需求	2021/3/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	2022/3/25	趋势
商品房成交面积:本月以来	58.18	33.80	30.64	28.66	29.05	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	13.93	8.11	7.52	7.12	7.57	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	29.22	15.88	14.39	13.42	13.25	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	15.03	9.80	8.74	8.12	8.24	低位
	2022/2/20	2022/2/28	2022/3/6	2022/3/13	2022/3/20	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	16.68	38.29	18.99	21.80	8.97	拐头向下
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-3.21	18.53	10.91	11.87	1.44	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

需求数据方面, 商品房成交面积受疫情影响 3 月以来持续下行, 同时在“房住不炒”大背景下较去年仍有较大差距。乘用车销量同比数据也开始拐头向下, 显示车辆销售增速有所放缓。

价格	2021/3/25	2022/3/4	2022/3/11	2022/3/18	2022/3/25	
农产品批发价格200指数	126.86	131.01	132.33	134.33	134.16	↗
价格:生猪:外三元	26.76	12.65	12.38	11.98	12.37	低位企稳
平均批发价:猪肉	36.49	18.63	18.28	18.00	18.22	↘
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.10	5.74	5.69	5.68	5.80	↗
平均批发价:7种重点监测水果	6.56	6.68	6.65	6.91	6.82	——
粮油批发价格200指数	106.89	114.34	116.04	117.39	116.32	高位
南华工业品指数	2,747.92	3,841.17	3,909.97	3,901.92	4,072.49	高位
现货价:原油:英国布伦特D td	61.36	120.33	119.23	113.40	124.60	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

价格数据方面, 农产品整体价格持续回升。生猪价格出现低位企稳迹象及蔬菜价格开始上涨可能是上周推动农产品价格上涨的主要动力。此外, 俄乌局势反复导致粮油价格持续近期维持高位。另一方面, 猪肉价格仍在下行, 后续须待生猪价格明显回升后才会完全企稳。综上, CPI 食品项短期虽有一定压力但无需太过担心。此外, 近期海外不确定性升温导致市场对于能源供给的担忧加重, 原油价格快速上涨后开始高位震荡, 同时也带动工业品价格整体高位震荡。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	12	0	1	0	2	3	3	0	6	2	29
上上周	10	3	2	2	2	1	1	0	3	3	27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	9	9	3	1	0	12	0	0	6	31
	发行规模(亿元)	152.95	152.95	11.18	0.25	0.00	43.09	0.00	0.00	13.50	220.97
上上周	数量	11	11	3	5	0	7	0	1	4	31
	发行规模(亿元)	83.47	83.47	13.62	9.18	0.00	17.38	0.00	3.34	22.30	149.29
本月以来	数量	33	32	17	23	2	51	0	2	15	141
	发行规模(亿元)	518.18	478.48	97.37	44.71	2.05	208.67	0.00	8.50	39.68	917.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 29 支, 其中普通混合型基金 12 支, 债券类基金 (12 支) 多于股票类基金 (3 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金发行规模有所回暖, 共计发行 220.97 亿。此前股票市场的剧烈波动导致股票类基金发行规模大幅低于债券类基金。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-3.27	-11.42	-20.84
创业板指	-2.80	-8.45	-20.61
中小板指	-2.46	-12.07	-18.51
沪深300	-2.14	-8.88	-15.50
上证50	-1.95	-7.28	-12.76
偏股混合型基金指数	-1.80	-8.43	-16.75
万得全A	-1.41	-8.02	-14.38
中证500	-1.01	-8.54	-14.83

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均出现了较大幅度的下跌, 其中, 科创 50 跌 3.27%, 跌幅最大; 中证 500 跌 1.01%, 跌幅最小。本月以来, 随着国内新一轮疫情的爆发及海外流动性收紧叠加地缘政治危机, 市场整体风险偏好降低带动股市出现了一定幅度的回调。偏股基金指数跌 1.80%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-3.62	-11.25	-17.25
茅指数	-2.85	-11.08	-21.62
高市净率指数	-2.81	-9.70	-20.03
大盘指数	-2.16	-8.89	-15.46
高市盈率指数	-1.60	-8.87	-17.70
小盘指数	-1.04	-8.56	-15.16
低市盈率指数	0.23	-3.79	-2.63
低市净率指数	0.77	-2.33	-0.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

上周 A 股各风格指数也出现了一定的回调，茅指数及绩优股指数则分别下跌 2.85%及 3.62%，跌幅最大。另一方面，防御性低估值板块延续了今年的较好表现，低 PE 及低 PB 指数分别涨 0.23%及 0.77，成为仅有的上涨风格指数。

今年以来，A 股市场风格切换较为频繁，市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈，股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
计算机	-4.10	家用电器	-13.67	电子	-23.04
电力设备	-4.05	电子	-12.21	国防军工	-21.80
建筑材料	-3.72	计算机	-11.98	家用电器	-21.55
食品饮料	-3.47	石油石化	-11.90	食品饮料	-20.73
电子	-3.10	钢铁	-11.46	汽车	-20.58
有色金属	2.26	医药生物	-0.55	农林牧渔	-2.78
综合	3.13	农林牧渔	1.14	银行	-1.63
房地产	3.84	综合	1.80	房地产	-0.05
农林牧渔	3.93	房地产	2.05	综合	3.16
煤炭	5.84	煤炭	6.50	煤炭	17.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

行业方面，美债收益率的上行对高估值的成长板块带来一定的压力，其中计算机、电力设备，及电子行业分别跌 4.10%、4.05，及 3.10%，跌幅居前。此外，随着疫情大幅反弹，市场开始预期地产基建施工走弱，导致建筑材料行业下跌 3.72%。另一方面，由于俄乌局势再度反复，石油价格二次冲高带动国内能源价格上行，煤炭行业上涨 5.84%，涨幅最大。同时，由于俄乌两国均为欧洲粮食出口大国，近期粮食价格上涨后上周中央多次发声表示要稳定粮食供应，带动农林牧渔行业上涨 3.93%。此外，虽然 3 月 LPR 并未调降，但各地方政府连续出台放松政策表明地产政策宽松仍未停止，在此背景下房地产行业上周涨 3.84%，涨幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-0.57	1.13	-5.04
标普中盘400	0.24	1.91	-4.56
道琼斯工业指数	0.31	2.86	-4.06
标普500	1.79	3.87	-4.68
纳斯达克指数	1.98	3.04	-9.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

美股方面，上周呈现出了一定的窄幅震荡回升，除标普小盘 600 小幅下跌 0.57%外其余均上涨。消息面上，欧盟与美国签订的天然气协议使市场对美国经

济前景产生了较大的信心，成长板块在此背景下率先反弹，纳斯达克指数涨 1.98%，领涨美股主要指数。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	2.04	2.88	1.98	2.22
较上上周变化 (BP)	1	70	-1	15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

上周货币市场利率整体呈震荡上行，其中 R007 大幅 70 个 BP，幅度最大。货币市场流动性较上上周偏紧。

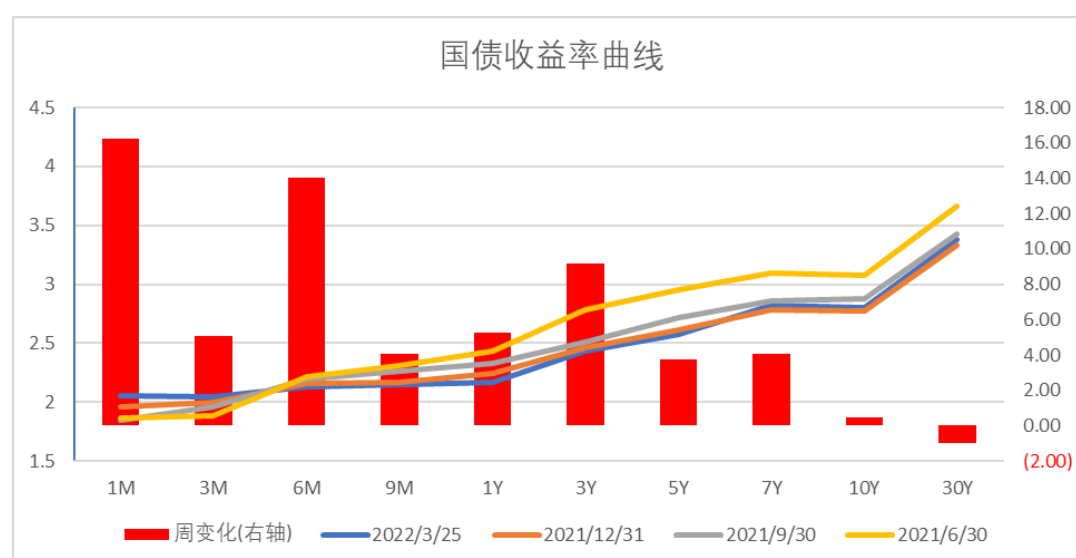
上周新发专项债规模	1206.756
上上周新发专项债规模	1266.535
本月以来新发专项债	3373.69
上月新发专项债	3931

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

专项债发行方面，上周专项债发行规模达 1206.756 亿元，较上上周而言基本持平，对比去年 3 月（累计 264 亿），22 年财政前置的特征非常明显。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	5	9	4	0	国债	12	14	7	2	国债	-8	-3	-3	2
国开债	3	4	4	0	国开债	23	10	9	2	国开债	3	10	4	-3
AAA信用债	-2	-1	-1	-	AAA信用债	18	19	17	-	AAA信用债	-4	18	25	-
AA+信用债	-4	2	0	-	AA+信用债	17	22	16	-	AA+信用债	-7	19	20	-
AA信用债	-1	1	-1	-	AA信用债	19	8	4	-	AA信用债	-8	-11	6	-
AA-信用债	-1	1	-1	-	AA-信用债	19	8	5	-	AA-信用债	-7	-10	8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

债券市场方面，上周主要债券出现了一定的分化表现，其中信用债大体呈窄幅震荡下行，而利率债整体上行且短端幅度大于长端。一方面，LPR 利率并未调降使得此前市场部分降息预期落空。另一方面，近期疫情大幅反弹背景下市场对于经济产生一定的悲观预期。不过，虽然此前各类型债券收益率已经持续上行了一段时间，但稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续收益率下行空间有限。

发行利率 类型	1M	3M	6M	9M	1Y	一周变化	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.49	2.51	2.61	—	—	总体	6.49	2.07	-0.28	—	—	—
国有银行	2.15	2.32	2.48	2.38	2.61	国有银行	0.00	2.00	0.00	0.00	0.25	0.25
股份银行	2.41	2.40	2.49	2.56	2.65	股份银行	25.67	2.22	-2.78	1.00	2.04	2.04
城商行	2.49	2.49	2.64	2.81	2.87	城商行	8.24	1.62	-0.33	19.06	2.67	2.67
农商行	2.46	2.50	2.60	2.73	2.76	农商行	2.00	3.31	8.75	-57.25	-3.75	-3.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大部分上行，其中 1M 股份行上行幅度最大，达 25.67BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.71	3.01	3.47	AAA+	0.14	0.15	0.21	AAA+	0.40	3.90	-0.86
AAA	2.74	3.12	3.54	AAA	0.13	0.16	0.20	AAA	0.27	0.79	0.59
AAA-	2.79	3.21	3.63	AAA-	0.13	0.17	0.19	AAA-	0.26	0.80	-0.41
AA+	2.85	3.30	3.69	AA+	0.14	0.17	0.17	AA+	0.26	2.80	-2.41
AA	2.94	3.60	4.27	AA	0.08	0.11	0.16	AA	-0.74	0.80	-0.41

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.73	3.17	3.55	AAA	0.12	0.17	0.19	AAA	-3.28	-0.67	-1.21
AA+	2.85	3.34	3.71	AA+	0.13	0.19	0.18	AA+	-2.28	3.32	2.79
AA	2.96	3.52	3.96	AA	0.15	0.19	0.15	AA	-2.28	3.32	1.79
AA Q)	3.10	3.77	4.35	AA Q)	0.12	0.17	0.12	AA Q)	-0.28	2.32	1.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，各期限债券收益率涨跌不一，窄幅震荡格局与信用债整体相一致。其中，3Y AAA+票据上行幅度最大，达 3.90BP，而 1YAAA 城投利率下行幅度最大，达 3.28BP。城投及票据收益率开始在 0.1-0.2 的历史分位数区间震荡。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.75	2.98	3.21	3.46	3.60	利率变化 (BP)	-6.51	-6.72	-7.38	-6.33	-2.98	利率分位数	0.12	0.18	0.20	0.22	0.22
当前利差	11.43	12.94	19.69	24.70	24.07	利差变化 (BP)	-8.50	-6.17	-9.85	-9.53	1.47	利差分位数	0.13	0.06	0.06	0.14	0.15

数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差为 AAA-二级资本债与 AAA-商业银行普通债之间的利差。时间截至 2022 年 3 月 25 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.82	3.27	3.74	3.97	AAA-	-6.50	-4.63	1.74	3.85
AA+	2.89	3.33	3.81	4.04	AA+	-5.50	-3.63	2.73	4.85
AA	3.15	3.59	4.07	4.30	AA	-4.50	-2.63	3.73	5.85
AA-	4.23	4.67	5.18	5.41	AA-	-4.50	-2.63	3.73	5.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日。

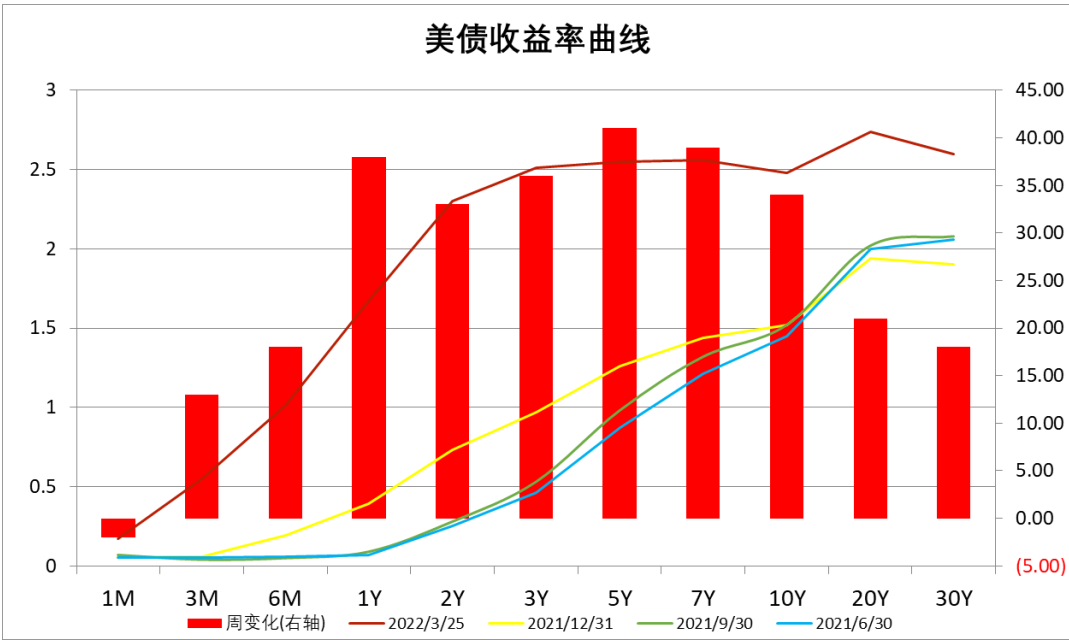
上周二级资本债与永续债利率与信用债整体有所分化。其中，二级资本债利率整体下行，3Y 收益率下行幅度最大，达 7.38BP。历史来看，二级资本债利率也升至较低分位数的区间后出现了一定的反弹。永续债则呈现了一定的短端下行长端上行，1YAAA-下行幅度最大，达 6.5BP；10YAA 及 AA-上行幅度最大，达 5.85BP。

当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	一周变化	1Y	3Y	5Y	10Y	19年以来分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.66	2.96	3.37	3.81	AAA级RMBS	-4	-2.5	-5.3	0.57	AAA级RMBS	0.05	0.03	0.04	0.04
AAA级消金	2.81	3.19	3.61	3.99	AAA级消金	-2.6	-0.1	-0.8	0.57	AAA级消金	0.09	0.08	0.09	0.09
AAA级企业ABS	2.99	3.43	3.90	4.21	AAA级企业ABS	-4	1.38	0.59	2.95	AAA级企业ABS	0.14	0.15	0.30	0.12
AAA级ABN	2.92	3.34	3.72	4.11	AAA级ABN	-4.6	-0.1	-0.8	0.57	AAA级ABN	0.10	0.11	0.12	0.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日。

ABS 方面，上周各类型 ABS 涨跌不一。5YRMBS 下行 5.3BP，下行幅度最大；而上行幅度最大的 10Y 企业 ABS 也上升了 2.95BP。整体来看，ABS 收益率开始从 19 年以来的极低位置升至较低区间，但分位数较其他类型信用债更低。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上，虽然连续上行几周后开始震荡，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

美债方面,上周除 1M 小幅下行 2BP 外其余各期限均出现了一定程度的上行,其中 5Y 上行幅度最大,达 41BP。美联储近期频繁发生提及连续加息及快速缩表,美债利率受此影响大幅抬升。此外值得注意的是目前 3Y、5Y 及 7Y 均已经与 10Y 形成倒挂,而 2Y 与 10Y 美债间的利差仅剩 18BP,关注后续美国通胀能否得到有效控制并避免衰退。

四、资产配置观点

指标	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	趋势
PPI	51.30	50.80	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.20	50.10	50.20	↗
工业增加值, 当月同比	25.40	52.34	14.10	9.80	8.80	8.30	6.40	5.30	3.10	3.50	3.80	4.30	3.86	12.80	↗
GDP 不变价, 当季同比	—	—	18.30	—	—	7.90	—	—	4.90	—	—	4.00	—	—	↘
固定资产投资完成额, 累计同比	—	35.00	25.60	19.90	15.40	12.60	10.30	8.90	7.30	6.10	5.20	4.90	—	12.20	拐头向上
固定资产投资完成额, 制造业, 累计同比	—	37.30	29.80	23.80	20.40	19.20	17.30	15.70	14.80	14.20	13.70	13.50	—	20.90	↗
房地产开发投资完成额, 累计同比	—	38.30	25.60	21.60	18.30	15.00	12.70	10.90	8.80	7.20	6.00	4.40	—	3.70	↘
社会消费品零售总额, 当月同比	—	33.80	34.20	17.70	12.40	12.10	8.50	2.50	4.40	4.90	3.90	1.70	—	6.70	↗
社融存量, 同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	—
M2 同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	—
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30	1.60	1.30	0.70	1.00	—
CPI 当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	1.50	2.30	1.50	0.90	0.90	↘
PPI 全部工业品, 当月同比	0.30	1.70	4.40	6.80	9.00	8.80	9.00	9.50	10.70	13.50	12.90	10.20	9.10	8.80	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

4.1 经济展望

4.1.1 1-2 月工业企业利润情况小幅改善, 但相比去年整体水平依旧不高, 国内稳增长政策发力下工业生产有所回暖, 规模以上工业增加值大幅超市场预期, 对工业利润形成一定支撑, 但利润结构未见改善, 行业分化明显, 上游对中下游的利润挤占犹存。从固定资产投资来看, 各分项普遍改善, 但与微高频数据有所背离, 或与基数效应及统计口径有关。其中地产投资虽大幅超预期, 但销售和新开工增速仍然较低, 背后反映的是商品房需求和预期尚待改善, 资金问题并未得到有效解决。此外, 2 月城镇调查失业率继续上行 0.2 个百分点至 5.5%, 31 个大城市城镇调查失业率保持在 5.4%, 春节扰动叠加疫情大面积反复之下, 就业仍有压力。宽信用初期各项经济数据波动较大, 但总体来看, 政策底到经济底的传导仍需时间, 在此过程中货币政策与财政政策将继续配合发力。

4.1.2 近期财政部明确年内不会扩大房地产税改革试点城市, 虽然代表房贷利率的 5 年期 LPR 在 3 月并未下调, 但房地产行业在不同城市“因城施策”, 近日哈尔滨也打响了省会城市废除限售政策第一枪。在“房住不炒”和“因城施策”框架下, 房地产政策局部调整逐步向需求端推进, 但在居民预期转弱的背景下, 政策的小幅放松是否能大幅提振市场需求尚存疑问。从销售端看, 2 月份公布的 70 个大中城市住宅销售价格尚不乐观。从拿地情况看, 近期合肥、福州、青岛三个城市进行了今年首轮集中供地, 其中合肥情况稍好, 福州和青岛土地市场仍然偏

弱，地块流拍占比较高，成交地块大多为底价，多为本土国企托底，显示房企现金流依然处于较为紧张的状态，地产需求端和融资端政策仍需进一步因地制宜调整，随着后续政策支持力度的不断加大，地产行业或会逐步走出政策修复-销售修复-信用修复的路径，带动经济在三季度中后期企稳反弹。

4.1.3 通胀方面，海外滞涨预期较强，国内通胀风险相对可控。俄罗斯是原油、肥料、铝、镍、钨、铂、农业的主要出口国，地缘风险加剧下，预计能源成本延续高位的同时农产品价格也将承压上行。我国能源、铝等对俄进口依存度较高，但两国关系保持温和，预期对国内贸易影响有限，煤炭保供稳价政策延续，海外原油和部分商品价格上行或传导至国内，PPI 通胀下行速度或将放缓，中下游加工企业阶段性承压，而在内需未见明显好转、猪周期拐点尚未到来前，国内 CPI 上半年仍将保持温和上行。

4.1.4 需要注意的是，若欧美对俄制裁趋于长期化，则持续的高油价、高粮价将对全球尤其是欧元区经济形成较大冲击，虽然短期内中国或将受益于对俄乌部分产业出口替代的提升，但长期来看，成本逐步向内传导以及海外需求回落之下，国内需求也会受到负面冲击。且当前市场预期今年美联储总计有 9-10 次加息，中美利差存在进一步收窄的压力，或会对我国货币政策的进一步放松存在压制的同时国际资本回流美国压力也有所增大。

4.2 股票市场观点

4.2.1 上市公司业绩增长预期下行，契合目前的经济下行预期，但估值处于合理水平。

目前市场预期 2022 年全年上市公司利润增长转为下行，近期 2022 年 A 股利润增长预期维持在 28%附近，创业板业绩增长预期趋于下行。万得全 A 预测 PE13.89 倍，处于 23%分位水平，股权溢价率 2.73%，处于 88%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

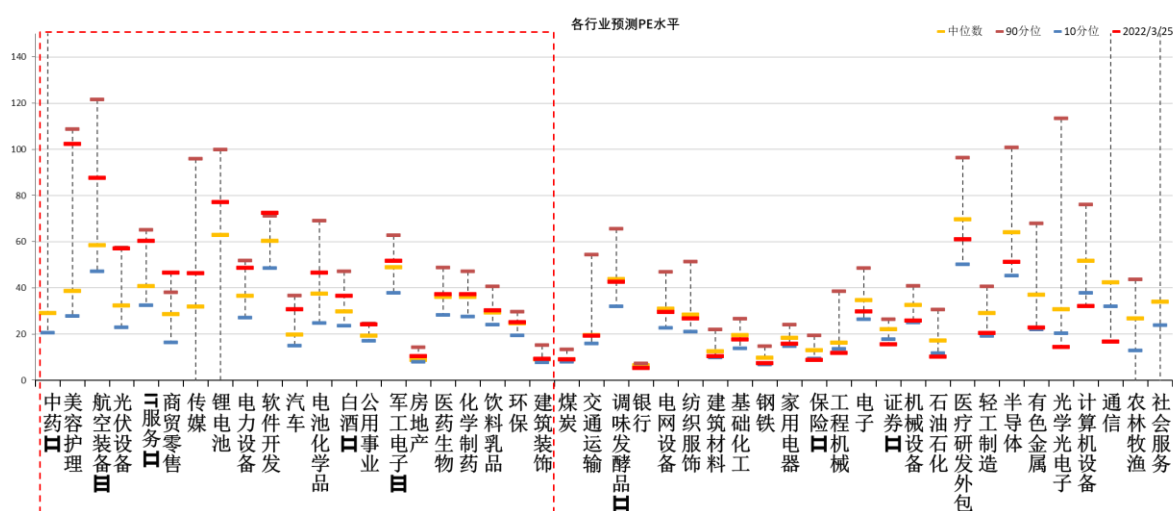
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.16	8.84	1.29	6.79	0.38	0.27	0.57	0.79
沪深300	12.15	10.24	1.47	5.18	0.27	0.18	0.29	0.89
中小板指	29.41	20.87	3.58	0.35	0.36	0.32	0.33	0.79
创业板指	51.36	32.10	6.34	-1.11	0.47	0.62	0.63	0.89
中证500	17.29	14.99	1.72	2.73	0.03	0.05	0.08	1.00
万得全A	17.30	13.89	1.74	2.73	0.31	0.23	0.37	0.88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

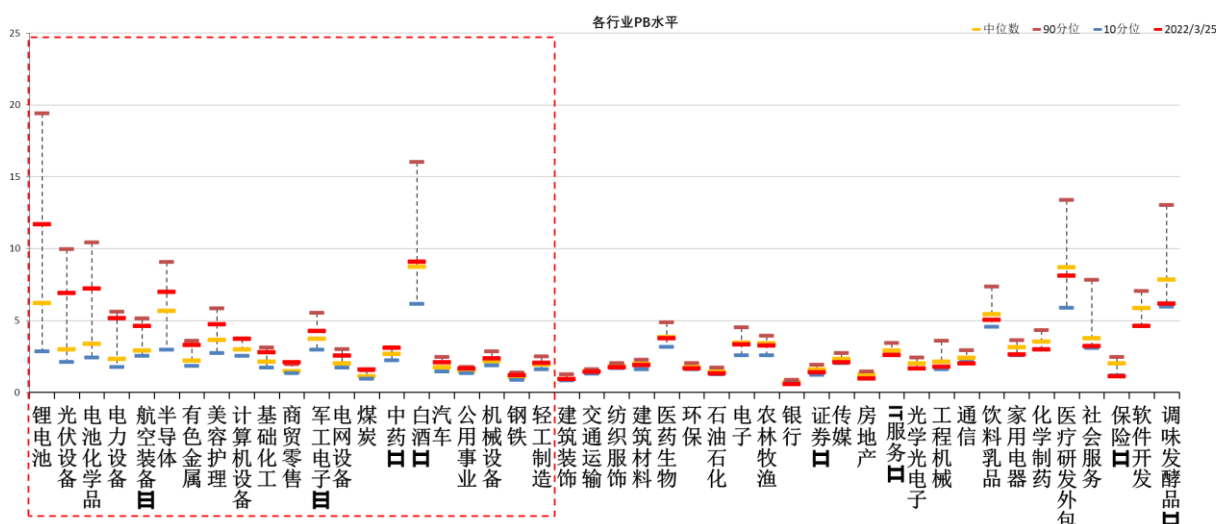
	一季度末	二季度末	三季度末	四季度末	上月末	本周五	
利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/2/28	2022/3/25	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	25.10	24.93	25.88	——
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.61	21.11	21.67	↗
中小板指	33.66	34.66	24.05	13.49	7.82	10.84	拐头向上
创业板指	45.65	42.11	36.41	22.58	22.71	20.49	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	45.67	42.70	41.35	↘
万得全A	11.91	29.27	33.66	30.98	28.44	28.14	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

分行业看，少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数，少于半数的行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，航空装备、光伏等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

4.2.2 本周市场以震荡为主，表现较为强势的主线为以地产行业为代表的稳增长链条、以煤炭及农业为代表的通胀链条与部分低位题材炒作。自金稳会后，市场

政策底已现，且俄乌冲突等外部冲击逐渐减弱，但国内权益市场表现相对弱于欧美市场，显示国内稳增长政策落地效果的不确定性以及对中美关系的担忧对市场表现仍存压制。后续市场风格与走向的决定性因素是国内宏观基本面、中美关系及美联储缩表节奏。

4.2.3 后续仍需关注海内外通胀情况，若在大国博弈过程中，海外通胀持续升温，则后续美联储的加息及缩表预期或会边际增强，对高估值个股形成压力。而对国内来说，中国较低通胀水平隐含的政策的空间是对未来市场乐观的基石，在国内通胀高企前，货币政策都有一定的腾挪空间，但也要注意中美利差对货币政策的隐形压制。

4.2.4 未来经济中期图景将对市场产生较大影响，关注经济高频数据。若经济数据显示稳增长效果显现，则未来逆周期调控政策力度不会进一步抬升，货币政策由宽松转向中性，经济景气度抬升情况下，景气成长、中游制造板块占优。若经济数据依旧低迷，则市场以震荡为主，宽货币与弱基本面组合下逆周期调控政策进一步升温，价值风格与低估值题材股占优。

4.2.5 总体来看，考虑到本轮宽信用节奏或会慢于以往，经济基本面或会在三季度企稳回升，期间财政政策力度将相对积极，货币政策将延续宽松，房地产政策继续纠偏。在前期已经充分调整的背景下，此时对市场可多一份乐观，但在经济内滞外胀及外资配置盘外流尚未见明显好转前，不排除二次见底的可能性，市场仍以底部震荡为主，或会逐渐出现结构性机会，但仍需谨慎追高，回避交易拥挤的赛道。市场或会在四季度有趋势性行情，此时外围流动性风险应也已有相对缓解。考虑到目前的市场估值水平和经济的逐步改善，股票类资产适宜中性配置。

4.2.6 配置方向上关注：

- 1、在经济全面复苏信号出现前，推荐采用低估值策略，持仓上以价值为底仓，小仓位把握成长反弹机会。
- 2、随着财报季开始，成长逐步步入反弹窗口，可关注部分回调较为充分、机构占比不高的细分赛道，如中药、元宇宙、养殖。节奏上逢低配置获取超跌反弹收益会有更高性价比。
- 3、通胀主线下的铜、铝、黄金、煤炭、稀土，需求的逐步恢复叠加此前传统行业的供给出清将为上游资源品带来较大的价格弹性。

4、推荐关注金融地产行业中优质银行、国企开发商机会。经济企稳、地产行业风险将缓慢释放下资产质量改善及放贷需求的提升对银行构成一定程度利好，资产负债结构进一步改善有望带来息差边际企稳，预计银行全年业绩确定性较强。此外，居民资产逐步从地产迁移至金融资产、资管新规背景下长期看固收类和理财类资金重新配置到权益类产品的两大趋势下，财富管理行业规模将迸发出较大增长，券商行业长期盈利中枢或将得到抬升。

4.3 债券市场观点

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.16	2.43	2.58	2.80	国债	0.13	0.12	0.09	0.09
国开债	2.34	2.67	2.82	3.05	国开债	0.15	0.10	0.09	0.07
AAA信用债	2.71	3.14	3.52	-	AAA信用债	0.14	0.18	0.20	-
AA+信用债	2.81	3.31	3.69	-	AA+信用债	0.11	0.18	0.19	-
AA信用债	2.98	3.60	4.23	-	AA信用债	0.09	0.10	0.12	-
AA-信用债	5.34	5.96	6.60	-	AA-信用债	0.16	0.22	0.33	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 3 月 25 日.

债券市场方面，市场降息预期落空。在目前背景下，宏观环境随着时间的演化逐步转向稳增长，总体宽信用趋势难以改变，组合仍应保持短久期防守策略为主。信用债配置上采取保守配置，主要关注短端信用债。转债仍应以发掘低价左侧投资机会为主。短期看，债市利率以 2.78 为中枢，在 2.68-2.88 区间内波动，目前利率阶段性底部已经出现。长期看，预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将成为 2022 年全球经济的重要特征，但数据显示国内通胀压力不大，不会对货币政策形成掣肘，货币政策仍会维持偏松状态。国内宽信用预期增强叠加宽货币政策的背景下，长债利率呈震荡格局。此后 3-4 季度，随着稳增长政策逐步带动经济企稳，货币政策或会有所收敛，叠加美联储加息，或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况。目前我们对债券做保守配置，利率债短期内或会有反弹博弈机会，基本面不变的情况下 2.9 可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息

或表达的意见并不构成实际投资结果,也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。